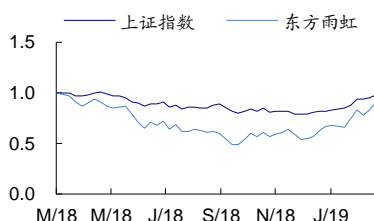


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
东方雨虹(002271)
买入
2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 03 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,492/993
总市值/流通(百万元)	31,468/20,952
上证综指/深圳成指	3,023/9,609
12 个月最高/最低(元)	24.86/10.37

相关研究报告:

《东方雨虹-002271-2018 年半年报点评: 收入稳步增长, 毛利率环比改善》——2018-08-30
 《东方雨虹-002271-2017 年年报点评: 收入保持高速增长, 成本上升使毛利承压》——2018-04-24
 《东方雨虹-002271-2017 年半年报点评: 收入持续高速增长, 未来成长确定性强》——2017-08-22
 《东方雨虹-002271-防水龙头, 强者恒强》——2017-06-09

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
收入大幅增长, 看好长期成长性
● 收入增长 36.46%, 归母净利润增长 21.75%, 拟 10 派 3 元

2018 年全年公司实现营业收入 140.46 亿元, 同比增长 36.46%, 实现归母净利润 15.08 亿元, 同比增长 21.74%, 扣非归母净利润 13.23 亿元, 同比增长 15.95%, EPS 为 1.01 元/股, 并拟 10 派 3 元 (含税); 其中 Q4 单季度实现营业收入 47.45 亿元, 同比增长 42.82%, 归母净利润 3.94 亿元, 同比增长 6.43%, 单季度利润增速放缓主因毛利率承压以及所得税影响。

● 收入大幅增长, 盈利继续承压

2018 年公司收入同比大幅增长, 其中防水卷材、防水涂料、工程施工分别实现收入 73.19 亿元、39.76 亿元和 19.51 亿元, 同比增长 37.19%、33.8%和 37.7%, 占营业收入比重分别为 52.11%、28.31%和 13.89%, 毛利率分别为 36.74%、38.85%和 27.89%, 较上年同期降低 3.66 个百分点、2.36 个百分点和 1.43 个百分点。综合毛利率同比下滑 3.1 个百分点至 34.6%, 其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 35.9%、37.4%、36.1%和 30.7%, 主要受原油价格上涨导致原材料沥青成本上升影响。期间费用率 (不含研发费用) 同比微降 0.7 个百分点至 19.99%, 其中销售费用率和财务费用率同比提高 0.6 和 0.4 个百分点至 12.09%、1.37%, 管理费用率大幅下降 1.7 个百分点至 6.53%。资产负债率同比提升 10.6 个百分点至 58.84%, 报告期实现经营性活动净现金流 10.14 亿元, 同比大幅增长 4133.7%, 为销售回款增加所致。

● 高压管控应收账款, 全力提升经营质量

公司全面建立合伙人信用管理体系, 规范合伙人授信管理制度及流程, 切实有效的提升合同签订质量, 并全面加强账龄一年以上应收账款的清减工作, 对到期应收款实行“零容忍”, 加强过程管控力度, 全力提升经营质量, 应收账款或有望明显改善。

● 防水材料龙头, 看好长期成长性, 维持“买入”评级。

公司是国内领先的防水系统综合服务商, 品牌、渠道、成本、产能布局等优势明显。受益防水材料应用领域持续拓展, 看好公司长期成长性。预计 19-21 年 EPS 分别为 1.29/1.62/1.99 元/股, 对应 PE 为 16.3/13.0/10.6x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 房地产投资超预期下跌; 原材料价格持续大幅上涨。
盈利预测和财务指标

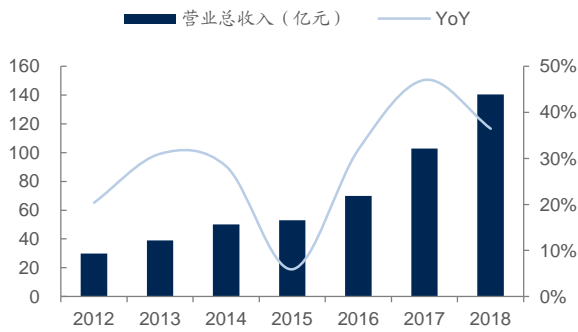
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	17,880	22,082	26,543
(+/-%)	47.0%	36.5%	27.3%	23.5%	20.2%
净利润(百万元)	1239	1508	1929	2416	2969
(+/-%)	20.4%	21.7%	27.9%	25.3%	22.9%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.01	1.29	1.62	1.99
EBIT Margin	15.1%	15.1%	14.6%	14.5%	14.8%
净资产收益率(ROE)	18.4%	19.1%	20.4%	21.2%	21.6%
市盈率(PE)	25.4	20.9	16.3	13.0	10.6
EV/EBITDA	21.9	18.0	15.6	13.3	11.6
市净率(PB)	4.69	3.98	3.33	2.77	2.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

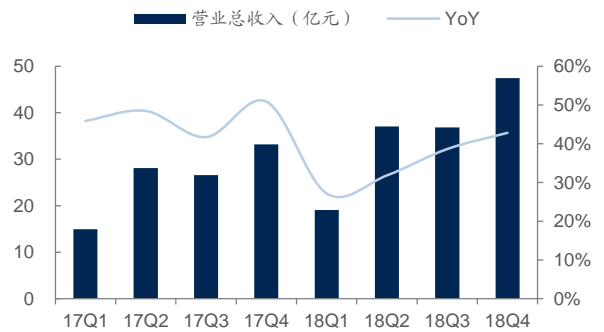
收入增速逐季提升, Q4 单季度业绩承压。2018 年全年公司实现营业收入 140.46 亿元, 同比增长 36.46%, 实现归母净利润 15.08 亿元, 同比增长 21.74%, 扣非归母净利润 13.23 亿元, 同比增长 15.95%, EPS 为 1.01 元/股, 并拟 10 派 3 元 (含税); 其中 Q4 单季度实现营业收入 47.45 亿元, 同比增长 42.82%, 归母净利润 3.94 亿元, 同比增长 6.43%, 单季度利润增速放缓主因原材料沥青成本提升使毛利率承压以及所得税同比大幅增长 118.97% 影响。

图 1: 东方雨虹营业收入及同比增速



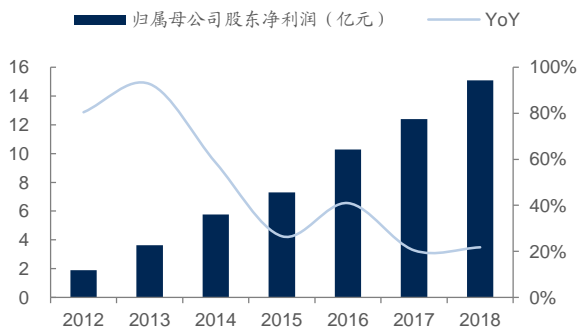
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 东方雨虹单季度营业收入及同比增速



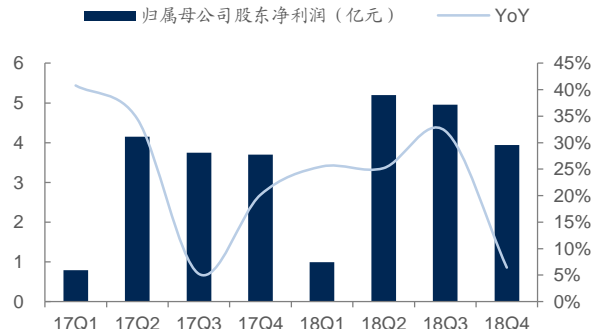
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 东方雨虹归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 东方雨虹单季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入结构稳定, 各产品均保持较高增长。公司收入业务结构稳定, 主要产品均实现不同程度增长; 分产品来看, 防水卷材、防水涂料、工程施工分别实现收入 73.19 亿元、39.76 亿元和 19.51 亿元, 同比增长 37.19%、33.8% 和 37.7%, 占营业收入比重分别为 52.11%、28.31% 和 13.89%。

表 1: 东方雨虹分产品营业收入构成

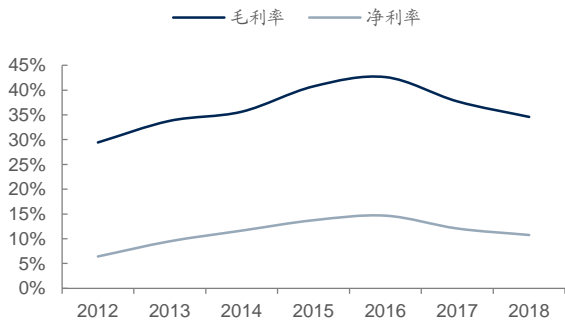
	2018		2017		同比增减
	金额 (亿元)	占营业收入比重	金额 (亿元)	占营业收入比重	
防水卷材	73.19	52.11%	53.35	51.83%	37.19%
防水涂料	39.76	28.31%	29.72	28.87%	33.80%
工程施工	19.51	13.89%	14.17	13.77%	37.70%
其他主营业务	6.81	4.85%	5.23	5.08%	30.41%
其他业务	1.18	0.84%	0.47	0.46%	151.84%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力继续承压, 经营性净现金流同比大幅增长。综合毛利率同比下滑 3.1 个百分点至 34.6%, 其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 35.9%、37.4%、36.1% 和 30.7%, 主要受原油价格上涨导致原材料沥青成本上升影响; 分产品来看,

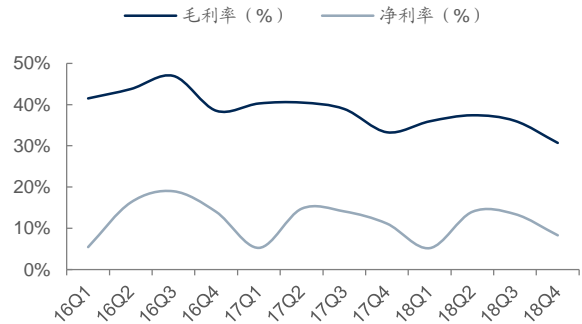
防水卷材、防水涂料、工程施工毛利率分别为 36.74%、38.85%和 27.89%，较上年同期降低 3.66 个百分点、2.36 个百分点和 1.43 个百分点。期间费用率（不含研发费用）同比微降 0.7 个百分点至 19.99%，其中销售费用率和财务费用率同比提高 0.6 和 0.4 个百分点至 12.09%、1.37%，管理费用率大幅下降 1.7 个百分点至 6.53%。资产负债率同比提升 10.6 个百分点至 58.84%，报告期实现经营性活动净现金流 10.14 亿元，同比大幅增长 4133.7%，为销售回款增加所致。

图 5：东方雨虹综合毛利率和净利率



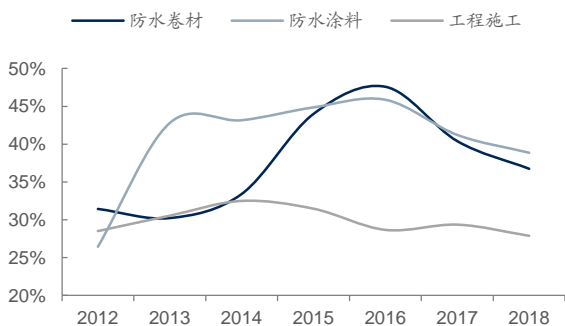
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：东方雨虹单季度综合毛利率和净利率



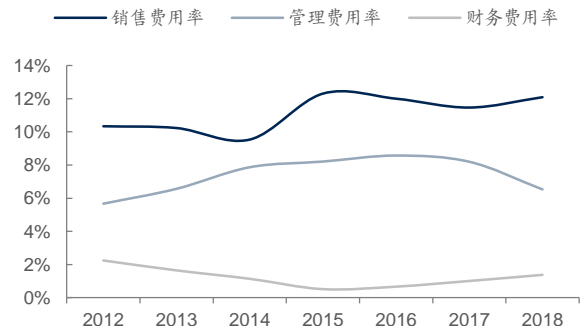
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：东方雨虹主要产品的毛利率变动



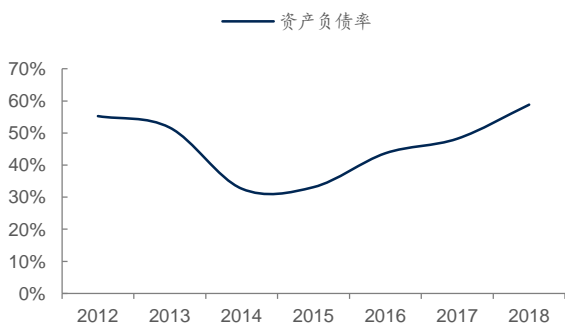
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：东方雨虹期间费用率（不含研发费用）



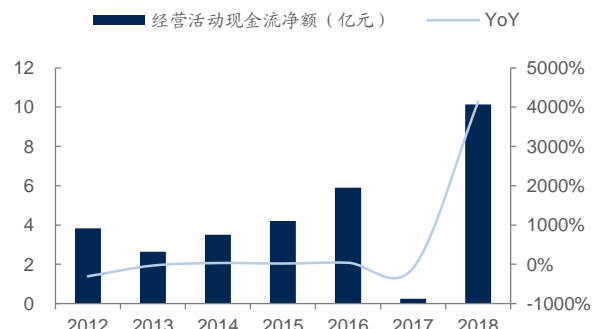
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：东方雨虹资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：东方雨虹经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高压管控应收账款，全力提升经营质量。公司全面建立合伙人信用管理体系，规范合伙人授信管理制度及流程，切实有效的提升合同签订质量，并全面加强账龄一年以上应收账款的清减工作，对到期应收款实行“零容忍”，加强过程管控力度，全力提升经营质量，应收账款或有望明显改善（截至 2018 年末应收账款和应收票据 60.58 亿元，较上年同期增加 13.99 亿元）。

投资建议：防水材料龙头，看好长期成长性，维持“买入”评级。公司是国内领先的防水系统综合服务商，品牌、渠道、成本、产能布局等优势明显。受益防水材料应用领域持续拓展，看好公司长期成长性。预计 19-21 年 EPS 分别为 1.29/1.62/1.99 元/股，对应 PE 为 16.3/13.0/10.6x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4855	3800	3990	4190	营业收入	14046	17880	22082	26543
应收款项	6282	7837	9485	11173	营业成本	9187	11586	14353	17200
存货净额	2172	2791	3484	4207	营业税金及附加	122	161	199	239
其他流动资产	643	927	1078	1336	销售费用	1699	2324	2871	3451
流动资产合计	13952	15355	18037	20905	管理费用	917	1201	1452	1737
固定资产	3571	5257	7361	9981	财务费用	193	218	230	270
无形资产及其他	962	923	885	846	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	1166	1166	1166	1166	资产减值及公允价值变动	(62)	(65)	(65)	(65)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(51)	0	0	0
资产总计	19652	22701	27449	32898	营业利润	1818	2325	2913	3581
短期借款及交易性金融负债	3713	3131	4001	4828	营业外净收支	4	5	5	5
应付款项	3200	4152	5233	6382	利润总额	1822	2330	2918	3586
其他流动负债	2997	4090	4906	5958	所得税费用	311	398	498	612
流动负债合计	9910	11373	14141	17169	少数股东损益	3	3	4	5
长期借款及应付债券	1504	1504	1504	1504	归属于母公司净利润	1508	1929	2416	2969
其他长期负债	149	192	238	283					
长期负债合计	1653	1696	1742	1787	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11563	13069	15883	18956	净利润	1508	1929	2416	2969
少数股东权益	188	188	189	190	资产减值准备	(69)	38	35	48
股东权益	7901	9444	11376	13752	折旧摊销	265	254	339	438
负债和股东权益总计	19652	22701	27449	32898	公允价值变动损失	62	65	65	65
					财务费用	193	218	230	270
关键财务与估值指标					营运资本变动	(107)	(331)	(513)	(375)
每股收益	1.01	1.29	1.62	1.99	其它	72	(38)	(34)	(47)
每股红利	0.18	0.26	0.32	0.40	经营活动现金流	1731	1918	2308	3098
每股净资产	5.30	6.33	7.62	9.22	资本开支	(962)	(2004)	(2505)	(3132)
ROIC	15%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(962)	(2004)	(2505)	(3132)
毛利率	35%	35%	35%	35%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(271)	(386)	(483)	(594)
收入增长	36%	27%	24%	20%	其它融资现金流	2203	(583)	870	827
净利润增长率	22%	28%	25%	23%	融资活动现金流	1662	(968)	387	234
资产负债率	60%	58%	59%	58%	现金净变动	2432	(1055)	190	200
息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	2423	4855	3800	3990
P/E	20.9	16.3	13.0	10.6	货币资金的期末余额	4855	3800	3990	4190
P/B	4.0	3.3	2.8	2.3	企业自由现金流	956	82	(19)	179
EV/EBITDA	18.0	15.6	13.3	11.6	权益自由现金流	3159	(682)	661	782

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032